

# 中国国债

## ——政府宏观调控的重要工具

○ 徐放鸣

国债作为政府宏观调控的重要工具,建国 50 年来,对弥补我国财政收入的不足、促进国民经济的健康稳定发展、满足全社会不同投资者的多种需要等方面产生了积极的作用。特别是 1978 年以后,我国政府之所以能够大规模地实施对企业的放权让利、能够在财政收入占 GDP 的比重大幅度降低的条件下维持国家财政的运转,一个很重要的原因就是有国债的支持。同时,国债发行对于推动我国债券市场、货币市场和资本市场的发展也发挥了非常重要的作用。

### 一、国债规模不断扩大

新中国成立之初,我国政府为了尽快恢复生产,发展经济,安定人民生活,制定了举债方针。1950 年发行了“人民胜利折实公债”,以及 1954—1958 年每年发行一次“经济建设公债”,为当时的中央人民政府提供了强有力的财源。在同一时期,中国政府还得到了原苏联政府以机器设备和器材等实物方式提供的政府贷款,用于 156 个重点项目的建设,为新中国初期的工业化奠定了良好的基础。从 1981 年开始,政府通过向银行借款和举借国债弥补财政上出现的预算赤字,因此,1981 年到 1986 年,国债的发行额每年在几十亿元上

下。由于财政赤字与通货膨胀之间呈现出正相关关系,从 1987 年起,发行国债日益成为我国弥补财政赤字的重要手段,国债发行规模的增长速度大大超过了前几年。

1993 年的下半年,为从根本上斩断财政赤字与通货膨胀之间的直接联系,政府决定彻底取消财政向银行借款,财政预算赤字全部以发行国债的办法来弥补。这样,我国的国债年发行额 1994 年达到 1 175.25 亿元。此后,我国的国债规模增长很快,年度发行规模平均增长 28.5% 左右。

1998 年,由于受亚洲金融危机和国内特大洪涝灾害的冲击,加上国内连续数年为实现经济“软着陆”而采取的紧缩措施的影响,我国经济呈现出需求相对不足、通货相对紧缩的特点。为此,党中央、国务院决定通过增发国债,实施反周期的经济调节。从 1998 年下半年开始,我国在保证完成预算债务收入 2 808.6 亿元的基础上,又增发了 1 000 亿元国债,专项用于基础设施建设,进行反周期调节;发行 2 700 亿元的特别国债用于补充国有独资商业银行的资本金,增加银行防范金融风险的能力,促进财政政策与货币政策的协调运作等,使经济增长下滑的势头得到了遏制。这是我国政府利用国债对经济实

施宏观调控的又一重大尝试,标志着国债正日益成为我国政府调控经济的重要杠杆。

### 二、国债发行逐步走向市场化

1990 年以前,我国国债的发行主要通过财政部门逐级向各地方单位分配任务,基本上是政治动员和行政分配相结合的办法。虽然在局部地区进行了柜台销售的试点,但总体上是采用行政手段分配任务。在长达 10 年的时间中,我国采用这种发行方式,激发了群众的爱国热情,引导群众将手中的资金投入国家建设,确保了国家筹资任务的完成。

从 1990 年开始,为保证国债任务的完成,采用了财政、银行、邮政部门多网点、多渠道推销办法方便群众购买,促进了国债推销工作。为了建立规范的国债发行机制,提高国债信誉,降低筹资成本,保证政府筹资按期、足额地完成并促进国债管理的良性循环,政府开始着手建立国债发行市场。1991 年,第一次实现了通过承购包销的方式发行国债,从而在一定范围内改变了行政分配认购国债的发行办法。当年承购包销试点首先是在中央进行,由财政部直接委托“中国证券市场研究设计中心”组成了国库券承购包销团,共有 58 家

金融机构、证券公司参加。通过它们的分支机构的柜台向群众出售,未脱售部分由承销单位用自有资金买进。承销包销试点的成功,提高了国债在国民中的信誉,使国债发行从此走上了利用市场机制的轨道。

为了实现稳定发行国债的要求,根据多数国家的经验,我国的国债发行采取以市场化为基础,引进竞争机制,实行国债的招标方式。公开招标主要是国债发行人确定发行数额后并不直接市场中组织承销,而是以公开招标的方式通过签订国债购买合同来决定发行国债的价格和利率,即价格招标和利率招标。招标发行使券商可以灵活地根据市场状况和自身实力作出合理报价,从而能极大地刺激市场需求。1996年发行的几种可上市国债都突破了计划发行额。招标发行使得国债利率更加接近市场水平,不仅使政府在国债发行中的成本支出更加合理,而且促成了国债一、二级市场的有机衔接,在一定程度上推动了金融资产利率市场化的进程。

### 三、国债投资者结构趋于合理

多年来,我国的国债主要是面向个人发行的。1996年,财政部通过上海和深圳两个证券交易所,进行了面向社会发行记账式国债的试点工作。这一年,财政部发行了7年和10年、6个月和3个月的国债,中、长期国债主要由金融机构持有。金融机构持有国债,既满足了资产负债管理的需要,又为当年中央银行开展公开市场业务提供了操作工具。

1998年,财政部向四家国有独资商业银行增发1000亿元10年期国债,重点用于增加基础设施建设投资。此外,财政部在发行2200.10亿元凭证式国债、充分满足个人投资者需要的同时,还向商业银行、保险公司发行了513.50亿元7年期记账式国债,进一步改善了商业银行的资产结构。经第八届全国人大常委会第30次会议审议批准,财

政部于8月18日向四家国有商业银行发行了2700亿元30年期特别国债,用于补充国有商业银行资本金,提高了我国国有独资商业银行在国际上的竞争力。

面向金融机构发行国债,不仅可以使国债期限品种多样化,满足众多投资者的不同需要,避免偿债高峰的出现,而且能缩短国债的发行期,降低发债成本。同时,由于国债在金融机构的资产中发挥着“二级准备金”的作用,因此中央财政基本上无须考虑金融机构所持国债的还本问题,通常按“借新还旧”方式处理即可。而随着金融机构的资产规模不断增大,其持有的国债余额也将不断增加,毫无疑问,我国的国债发行将因此获得一个规模极大而且非常稳定的市场。

### 四、国债二级市场稳步发展

我国的国债市场是于1988年从国债中介机构的柜台交易开始的。从当时的出发点来看,主要是为了方便个人将手中持有的国债进行变现。但在随后几年柜台市场(又称“场外市场”)的发展过程中,由于国债托管、结算等设施建设的滞后和对场外市场的监管没有跟上,因此在场外市场上国债的买空卖空现象较为严重,导致场外市场的交易秩序较为混乱。

鉴于国债托管、结算系统与风险性较高的股票托管、结算系统相分离有利于国债市场发展的国内外经验,1996年初,财政部和中国人民银行联合筹建了中央国债登记结算有限责任公司。1997年6月,有关部门决定,各商业银行在从交易所撤出的同时,利用中央国债登记结算公司的托管、结算系统,开办了以逐笔谈判成交为特点的银行间债券市场。

为促进国债市场的进一步发展和完善,提高国债市场的流动性和安全性,我们认为,今后随着存款准备金制度的进一步改革和中央银行逐步加大国债公开市场业务的比重,中央财政在

坚持面向个人发行凭证式国债的同时,要依托中央国债登记结算公司和银行间债券市场,逐步增大发行面向金融机构的记账式国债的份额。就目前来看,国债市场的发展应以银行间债券市场为中心,而为了提高银行间债券市场的流动性,财政部和中国人民银行应密切配合,逐步扩大银行间债券市场的参与者,尤其是应增加信誉良好的、资金实力雄厚的保险公司、证券公司和农村信用联社,以及部分商业银行的授权分行等,使之成为“金融同业市场”。把国债一级自营商制度和公开市场一级交易商制度合二为一,完善国债一级交易商制度。充分发挥国债一级交易商的做市商作用,使之既能支持财政部的国债发行,又能配合中国人民银行开展的公开市场业务。

### 五、发行主权外债,树立中国政府在国际上的良好形象

中华人民共和国财政部代表中国政府作为主权发行体,第一次进入国际资本市场是在1987年10月发行的一笔3亿德国马克的欧洲债券。1993年9月,财政部在时隔5年之后发行了一笔5年期300亿日元的欧洲债券。此后,财政部作为主权发行体开始连续不断地进入国际资本市场。10余年来,财政部累计发行了11次计16笔、59.36亿美元的境外债券。

近年来,中国政府连续不断地在境外发行债券,不仅能够筹集国家重点建设项目所需的外汇资金,一定程度上缓解国家基础设施和基础产业中长期存在的“瓶颈”制约;更为重要的是让更多的投资者更好地了解中国,有利于我们更多地吸引外国直接投资来加速国民经济的发展。同时,也可以为国内其它境外债券发行体如四家国有商业银行、国家开发银行、中国进出口银行等金融机构,进入国际资本市场建立筹集外汇资金的成本基准。

(作者系财政部国债金融局副局长)